

Data produzione: 1 Dicembre 2021 - h. 17:45

Data pubblicazione: 1 Dicembre 2021 - h. 18:00

SCM SIM	Italy	Euronext Growth Milan	Wealth Management
Rating: BUY (inv)	Target Price: € 9,25 (inv)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	2.5%	2.5%	10.0%	0.0%
to Euronext Growth Milan	2.7%	2.9%	-14.3%	-62.6%
to Euronext Star Milan	4.6%	2.7%	-12.2%	-44.9%
to Euronext Milan	5.5%	1.7%	-1.7%	-16.9%
to Euronext Milan Small Caps	4.4%	-2.6%	-9.8%	-47.6%

Stock Data

Price	€ 4.18
Target price	€ 9.25
Upside/(Downside) potential	121.3%
Bloomberg Code	SCM IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 8.39
EV (€m)	€ 8.39
Free Float	17.94%
Share Outstanding	2,006,240
52-week high	€ 4.70
52-week low	€ 3.60
Average daily volumes (3m)	3,800

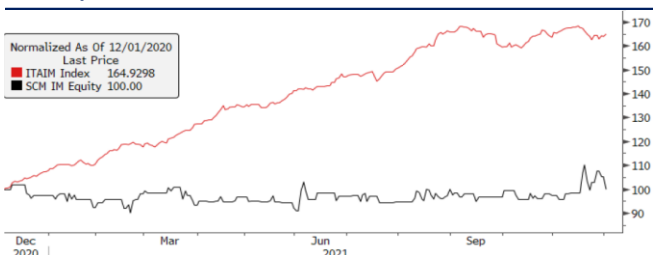
Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fees Income	5.5	5.8	7.5	8.3
Brokerage Margin	3.2	3.7	5.0	5.5
EBITDA	-0.1	0.0	1.1	1.5
EBIT	-0.4	-0.4	0.8	1.1
Net Profit	-0.1	-0.3	0.9	1.2
EBITDA margin	-2.0%	-0.5%	14.8%	17.5%
EBIT margin	-7.7%	-6.7%	10.4%	13.5%
Net Profit margin	-2.5%	-5.2%	11.6%	14.6%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA Adj. (x)	n.m.	n.m.	7.6	5.8
EV/EBIT (x)	n.m.	n.m.	10.8	7.5
P/E (x)	n.m.	n.m.	9.6	6.9

Antonio Tognoli

antonio.tognoli@integraesim.it

Stocks performance relative to Euronext Growth Milan



9M21 Results

I risultati dei 9M21 sono positivi e sostanzialmente in linea con le nostre stime. Le commissioni attive sono cresciute del 41% YoY raggiungendo € 4,39 mln, mentre le commissioni passive hanno evidenziato una minore dinamica (+19%) rispetto a quelle attive e ammontano a € 1,71 mln, quale effetto della diversa composizione rispetto ai 9M20. Il margine di intermediazione è così cresciuto del 59% YoY raggiungendo € 2,66 mln. Al 30 settembre 2021 gli AUM sono pari a € 923 mln (+€ 23 mln rispetto al 1H21). A seguito della comunicazione dei risultati, abbiamo effettuato un fine tuning delle stime del FY21E, lasciando invariate quelle degli esercizi 2022-23E.

Value Proposition

L'offerta di SCM è strutturata intorno a **cinque pilastri** e permette di differenziare la Value Proposition rendendola unica rispetto ai competitors: **1) Indipendenza:** SCM è completamente slegata da banche e altri gruppi finanziari; **2) Flat Fee:** la commissione che i clienti pagano non dipende dall'asset allocation o dalla selezione di prodotti specifici; **3) Trasparenza:** la struttura dei costi è trasparente e i clienti sanno quanto pagano e cosa comprende il loro portafoglio; **4) Sicurezza:** SCM opera con primarie istituzioni finanziarie, presso le quali sono depositati i patrimoni dei clienti, nel rigoroso rispetto della normativa vigente; **5) Nessun rimborso:** SCM non guadagna alcuna commissione degli emittenti dei prodotti in cui i clienti investono, al fine di evitare qualsiasi conflitto di interessi. L'unica commissione che SCM riceve proviene dai propri clienti.

Valuation

Il fine tuning operato sulle stime del FY21E non ha prodotto variazioni significative sulla valutazione in entrambe le metodologie utilizzate. La valutazione del servizio di gestione e di quello di consulenza consiste nel considerare una pluralità di elementi, spesso di natura intangibile, che nei business model tendono ad avere un rilievo primario. Per questa ragione, tra le diverse metodologie applicabili, riteniamo particolarmente adatti il DCF e il metodo patrimoniale complesso. **Invariato il nostro TP a € 9,25 per azione, il nostro Buy rating e il nostro Medium risk.**

1. I risultati dei primi 9 mesi

I risultati dei 9M21 sono positivi e sostanzialmente in linea con le nostre stime. Le commissioni attive sono cresciute del 41% YoY raggiungendo € 4,39 mln, mentre le commissioni passive hanno evidenziato una minore dinamica (+19%) rispetto a quelle attive e ammontano a € 1,71 mln, quale effetto della diversa composizione rispetto ai 9M20. Il margine di intermediazione (brokerage margin) è così cresciuto del 59% YoY raggiungendo € 2,66 mln.

Al 30 settembre 2021 gli Asset Under Management sono pari a € 923 mln (+ € 23 mln rispetto al 1H21).

La Società registra inoltre un Total Capital Ratio pari al 15,66% e detiene un ammontare di Fondi propri pari a € 2,0 mln, largamente superiore rispetto a quanto previsto dal nuovo quadro regolamentare europeo sulle imprese d'investimento.

A seguito della comunicazione dei risultati, abbiamo effettuato un fine tuning delle stime del FY21E come di seguito indicato, lasciando invariate quelle degli esercizi 2022-23E.

Fig. 1 – New and old forecasts

Dati in € mln	FY21E		
	New	Old	% Ch
Brokerage margin	3.70	3.90	-5.1%
Ebitda	-0.03	0.16	n.m.
Net Income	-0.30	-0.08	n.m.

Source: Integrae SIM

Abbiamo effettuato le stime 2021-23E tenuto conto:

- dell'entrata di 20 consulenti provenienti da Pramerica Marketing (vedi comunicato stampa del 4 maggio 2020), ora Eurovita, che hanno consentito l'ingresso di circa € 100 mln assets in portafoglio di polizze assicurative. Si tratta di consulenti di elevata seniority e professionalità, molti dei quali qualificati più volte alla Million Dollar Round Table, l'associazione globale indipendente fondata nel 1907 che raccoglie oltre 72.000 professionisti di eccellenza nel settore assicurativo ramo vita e nei servizi finanziari provenienti da oltre 500 società in 70 Paesi del mondo;
- dell'arrivo di 4 nuovi private banker (1 ex Deutsche Bank e 3 ex Pramerica), che consentono di portare a 40 il numero di consulenti e rafforzano la strategia di consolidamento dell'intero team di advisory;
- della comunicazione che riteniamo sarà più mirata rispetto al passato e interamente digitale. Questo dovrebbe consentire una maggiore e graduale penetrazione del mercato a parità di costi;
- dell'aumento delle masse che, secondo le nostre stime, riteniamo possano raggiungere oltre 1,5 mld entro la fine del 2023E.

Secondo le nostre stime, il brokerage margin dovrebbe raggiungere € 3,7 mln nel FY21E (da € 3,18 mln del FY20) e crescere fino a € 5,45 mln nel FY23E. L'Ebitda ci aspettiamo che raggiunga sostanzialmente la parità (- € 0,03 mln) a fine FY21E per poi crescere a € 1,45 mln nel FY23. mln.

2. Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	1H21A	FY21E	FY22E	FY23E
Interest Margin	-0.03	-0.01	0.10	0.11	0.15
Fees Income	5.53	3.08	5.80	7.50	8.30
Fees Expenses	2.32	1.15	2.20	2.60	3.00
Brokerage Margin	3.18	1.93	3.70	5.01	5.45
Employees	1.68	0.96	1.88	2.10	2.15
Other Operating costs	1.61	0.90	1.85	1.80	1.85
EBITDA	-0.11	0.06	-0.03	1.11	1.45
<i>EBITDA Margin</i>	<i>-2.0%</i>	<i>2.1%</i>	<i>-0.5%</i>	<i>14.8%</i>	<i>17.5%</i>
Financial assets valued at a amortized cost	0.03	0.02	0.03	0.02	0.02
D&A	0.28	0.16	0.33	0.31	0.31
EBIT	-0.43	-0.11	-0.39	0.78	1.12
<i>EBIT Margin</i>	<i>-7.7%</i>	<i>-3.6%</i>	<i>-6.7%</i>	<i>10.4%</i>	<i>13.5%</i>
Financial Management	0.27	0.00	0.10	0.10	0.10
EBT	-0.16	-0.11	-0.29	0.88	1.22
Taxes	-0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
Net Income	-0.14	-0.12	-0.30	0.87	1.21

BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	1H21A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Assets	0.65	0.58	0.55	0.51	0.47
Financial assets valued at a amortized cost	3.17	2.55	2.38	2.80	2.90
Financial liabilities valued at a amortized cost	1.04	0.74	0.80	0.84	0.88
Operating Working Capital	2.13	1.82	1.58	1.96	2.02
Other receivable	1.30	1.51	1.55	1.60	1.66
Other payable	0.68	0.59	0.61	0.65	0.70
Net Working Capital	2.76	2.73	2.52	2.91	2.98
Severance Indemnities & Other Provisions	0.16	0.17	0.17	0.18	0.19
NET INVESTED CAPITAL	3.25	3.13	2.90	3.24	3.26
Share Capital	2.01	2.01	2.01	2.01	2.01
Reserves	1.39	1.25	1.19	1.26	1.24
Net Income	-0.14	-0.12	-0.30	0.87	1.21
Equity	3.25	3.13	2.90	4.14	4.46
Cash & Cash Equivalent	0.00	0.00	0.00	0.90	1.20
Short Term Debt to Bank	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
M/L Term Debt to Bank	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Net Financial Position	(0.00)	(0.00)	0.00	(0.90)	(1.20)
SOURCES	3.25	3.13	2.90	3.24	3.26

CASH FLOW (€/mln)	1H21A	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	-0.12	-0.30	0.87	1.21
Taxes	0.01	0.01	0.01	0.01
NOPAT	-0.13	-0.31	0.86	1.20
D&A	0.01	0.01	0.01	0.01
Change in receivable	0.62	0.17	(0.42)	(0.10)
Change in payable	(0.30)	0.06	0.04	0.04
Change in others	-0.29	-0.03	-0.01	-0.01
<i>Change in NWC</i>	<i>0.03</i>	<i>0.21</i>	<i>(0.39)</i>	<i>(0.07)</i>
Change in provisions	0.01	0.00	0.01	0.01
OPERATING CASH FLOW	(0.08)	(0.09)	0.49	1.15
Capex	0.1	0.0	0.0	0.0
FREE CASH FLOW	(0.01)	(0.08)	0.52	1.18
Financial Management	0.00	0.10	0.10	0.10
Change in Debt to Bank	0.00	0.00	0.00	0.00
Change in Equity	(0.00)	0.06	0.37	(0.89)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0.01)	0.09	0.99	0.39

Source: Integrae SIM

3. La valutazione

Il fine tuning operato sulle stime del FY21E non ha prodotto variazioni significative sulla valutazione in entrambe le metodologie utilizzate.

Per il calcolo del DCF abbiamo assunto i seguenti parametri:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal rendimento lordo del BTP a 3 anni, compatibile con il periodo di lunghezza temporale delle stime puntuali;
- Il Market Risk Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- Il Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- L'Alfa, ovvero il rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2,5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è quello unlevered della società a 1 anno. La scelta del periodo temporale è caduta sul dato che massimizza la significatività della regressione lineare;
- Il tasso di crescita g, per prudenza, è stato fissato all'1%;

Ne risulta un Wacc del 5,61%

Fig. 2 – Wacc

WACC		5.61%
Risk Free Rate	-0.30% α (specific risk)	2.50%
Market Premium	6.85% Beta Adjusted	0.5
D/E (average)	0.00% Beta Relevered	0.5
Ke	5.61% Kd	1.00%

Source: Integrae SIM

Sulla base delle nostre stime ed assunzioni, il valore dell'equity risulta pari a € 19,6 mln.

Fig. 3 – L'equity value

DCF Equity Value		19.6
FCFO actualized	2.3	12%
TV actualized DCF	17.3	88%
Enterprise Value	19.6	100%
NFP (FY20E)	(0.0)	

Source: Integrae SIM

La sensitivity analysis

Fig. 4 – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		4.1%	4.6%	5.1%	5.6%	6.1%	6.6%	7.1%
Growth Rate (g)	2.5%	54.9	41.6	33.5	28.0	24.0	21.0	18.7
	2.0%	42.4	34.1	28.5	24.4	21.4	19.0	17.1
	1.5%	34.7	29.0	24.9	21.8	19.3	17.4	15.8
	1.0%	29.5	25.3	22.1	19.6	17.7	16.0	14.7
	0.5%	25.7	22.5	20.0	17.9	16.3	14.9	13.7
	0.0%	22.9	20.3	18.2	16.5	15.1	14.0	12.9
	-0.5%	20.6	18.5	16.8	15.4	14.2	13.1	12.2

Source: Integrae SIM

Per il calcolo dell'equity vale con il metodo patrimoniale complesso abbiamo preso a riferimento, come nella nostra nota del 17 novembre u.s., il valore delle commissioni nette, del capitale umano e delle autorizzazioni. Di seguito i risultati:

Fig. 5 – Equity Value metodo patrimoniale complesso

Equity Value metodo patrimoniale	
Patrimonio netto contabile	3.25
Valore commissioni	9.36
Valore capitale umano	3.36
Valore delle autorizzazioni	1.50
Totale	17.48

Source: Integrae SIM

Con tutti gli elementi a nostra disposizione, abbiamo quindi calcolato il valore medio dell'equity di SCM che risulta pari a risulta pari a 18,56 mln, vale a dire € 9,25 per azione.

Fig. 6 – Equity Value

Equity Value	mln
DCF	19.64
Metodo Patrimoniale Complesso	17.48
Valore Medio	18.56
Valore Medio per Azione	9.25

Source: Integrae SIM

Invariati pertanto il nostro TP di € 9,25 per azione, il Buy rating e il Medium risk.

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission)
Regulation No. 11971/1999**

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integræe SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th, 2011. INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as corporate broker.

The table below, shows INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
17/11/2021	4,12	Buy	9,25	Medium	Initiation of Coverage

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRÆ SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRÆ SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræe SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integræe SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees, or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræe SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræe SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range.

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the SCM Sim;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of corporate broker on financial instruments issued by SMC Sim.